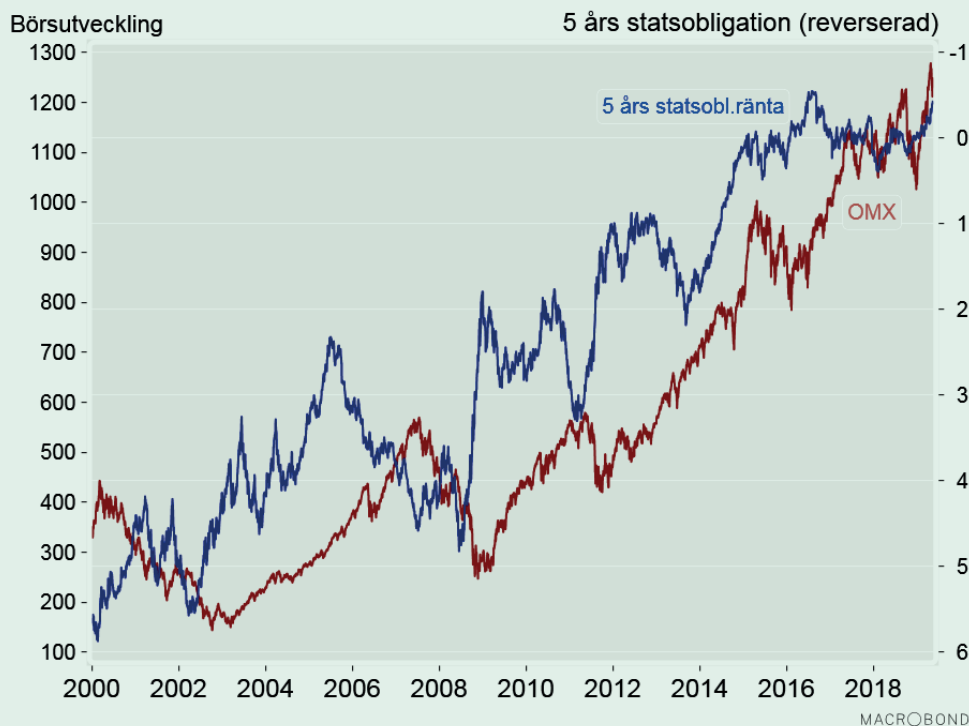


Fler tillgångsslag – en gratislunch

White paper om betydelsen av att inkludera fler och rätt tillgångsslag i en kapitalägares förmögenhetsportfölj.

Kapitalägares problem i nuläget är att ränteplaceringar ger mycket låg avkastning samtidigt som förväntningar på aktier är lägre än för det historiska genomsnittet. Kapitalägare som har behov av att förbättra total- och/eller direktavkastning behöver utvidga sina placeringsmöjligheter till fler tillgångsslag. Det första rimliga valet är fastighetsexponering där Kammarkollegiet i allra högsta grad kan vara behjälplig. Vidare kan vi även erbjuda kompetens inom Private Equity och Infrastruktur. Inte minst kan vi även vara en aktör att hålla i handen avseende hur en optimal kapitalstruktur kan skapas efter varje kunds specifika behov och förutsättningar.

Vi upplever för närvarande en unik situation i västvärlden med god ekonomisk tillväxt samtidigt som marknadsräntor är på extremt låga nivåer. Realräntorna, för kreditvärdiga låntagare som t ex svenska staten och välskötta bolag, är negativa. Dessutom har räntor för i princip alla låntagare kontinuerligt fallit under 25 år. Det är inte konstigt att tillgångspriser stigit kraftigt under sådana betingelser. Vidare är det rimligt att påstå att vi befinner oss i en förlängd lågränteperiod som kommer att gälla en tid framöver, även om det är svårt att säga hur länge den kommer att bestå.



Figur 1; Ränte- och aktieutveckling sedan 2000

Teoretiskt ska nuvärdet av framtida kapitalströmmar (som t ex framtida aktievinster) stiga kraftigt när räntor går mot noll. Detta förklarar, tillsammans med att konkurrerande placeringar som obligationer blir mindre intressanta, varför riskfyllda tillgångspriser stigit kraftigt. I denna miljö har således priset för såväl långa obligationer som för aktier stigit kraftigt. Det har alltså varit gynnsamt att vara kapitalägare i denna miljö.

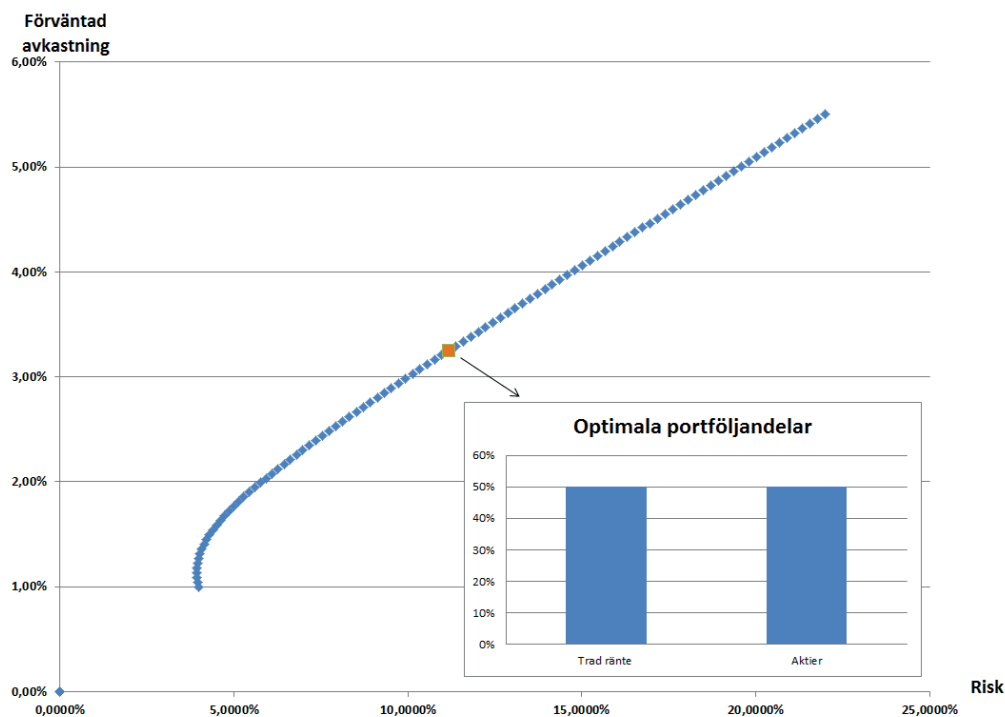
Den stora frågan är naturligtvis vad en kapitalägare kan vänta sig de närmaste åren då utgångsläget är helt annat. Förutom att ränteplaceringar har en

förväntad negativ real avkastning är det rimligt att förvänta sig att den framtida avkastningen för alla finansiella placeringar blir väsentligt lägre än vad den historiskt varit. Till det ska läggas att direktavkastningen för ränteplaceringar dvs kupongen, fallit kraftigt och ligger nära noll.

En kapitalägare som enbart har aktier och ränteplaceringar i sin förmögenhetsportfölj får därmed allt större utmaning. Är man dessutom en stiftelse eller liknande organisation som inte får ta från kapitalet, utan enbart från direktavkastningen, blir utmaningen än större.

Antag att en kapitalägare endast investerar i aktier och ränteplaceringar. Det val som kapitalägaren har är att välja fördelning mellan dessa tillgångsslag. Nedanstående figur visar den s k effektiva fronten som visar olika kombinationer av aktier och ränteplaceringar samt den risk och förväntad avkastning som kan erhållas. Vi har använt en förväntad avkastning på aktier på 5,5 procent och för ränteplaceringar på 1,0

procent. Den orangea punkten visar en vald portfölj som består av 50 procent vardera i aktier och räntebärande placeringar med en förväntad avkastning på 3,25 procent och en risk (mätt som standardavvikelse) på ca 12 procent. Lite akademiskt kan det uttryckas som att i 68 procent av fallen kommer avkastningen per år att ligga mellan ca -9 till ca 15 procent.



Figur 2; Effektiv front vid två tillgångsslag

Kapitalägaren vill emellertid inte öka risken men har behov av både högre direktavkastning och förväntad totalavkastning. Detta går inte att åstadkomma med enbart två tillgångsslag. Kapitalägare tvingas därför till en "hunt for yield" dvs i en allt mer lågavkastande miljö söker sig kapitalägare till fler tillgångar och till mindre likvida tillgångar för att kunna öka både förväntad total- och direktavkastning. Den relevanta frågan blir därmed hur en kapitalägare bör välja tillgångsslag.

Det första en kapitalägare måste göra är att identifiera sina begränsningar och förutsättningar. En kapitalägare med större förmögenhet har naturligtvis mycket större frihetsgrader än en kapitalägare med liten förmögenhet. Vidare har olika kapitalägare olika likviditetsbehov dvs vissa kapitalägare behöver inte bry sig om risken/sannolikheten för att tillgångar måste säljas för täcka oväntade utflöden medan andra måste ha beredskap på oväntade utflöden. Den senare kapitalägaren kan därmed inte ha för hög andel illikvida tillgångar. Vidare kan placeringshorisonten skilja sig markant åt. För t ex livbolag finns det framtida pensionsåtaganden som tydligt anger när kunden ska ha sina utbetalningar vilket medför att det är lätt att förutsäga framtida utflöden och därmed placeringshorisont. Stiftelser som inte får ta från kapitalet kan sägas ha evig placeringshorisont medan andra sparar för spe-

cifika ändamål men vet inte exakt när kapitalet ska användas och därmed blir placeringshorisonten kortare.

En kapitalägare med lång placeringshorisont och låg risk för oväntade utflöden kan därför sägas ha större möjligheter att utnyttja likviditetspremier dvs placera i illikvida tillgångar. Denne har även större möjlighet att diversifiera sin portfölj mellan olika tillgångsslag. Som vi ska visa medför det att både direktavkastning och förväntad totalavkastning vid varje given risknivå kommer att förbättras. Kapitalägarens utsikter att skapa mervärde för sitt ändamål blir lättare att uppnå.

Gratislunchen skapas genom att diversifiera – sprida risk – på lämpligt sätt. Det betyder att valet bör styras till tillgångar som har låg korrelation med de tillgångsslag som finns i portföljen. Nya tillgångar bör ha låg samvariation med aktier och ränteplaceringar. Ett vanligt val är fastigheter eftersom tillgångsslaget har en långsiktig korrelation nära noll mot både aktier och obligationer. Det är även motivet till att t ex livbolag har just aktier, ränteplaceringar och fastigheter i sina tillgångsportföljer.

Som figur 1 visar har räntor kontinuerligt fallit under 25 år, vilket medfört att alltför många kapitalägare ser över sin kapitalstruktur i syfte att uppnå antingen en viss direktavkastning och/

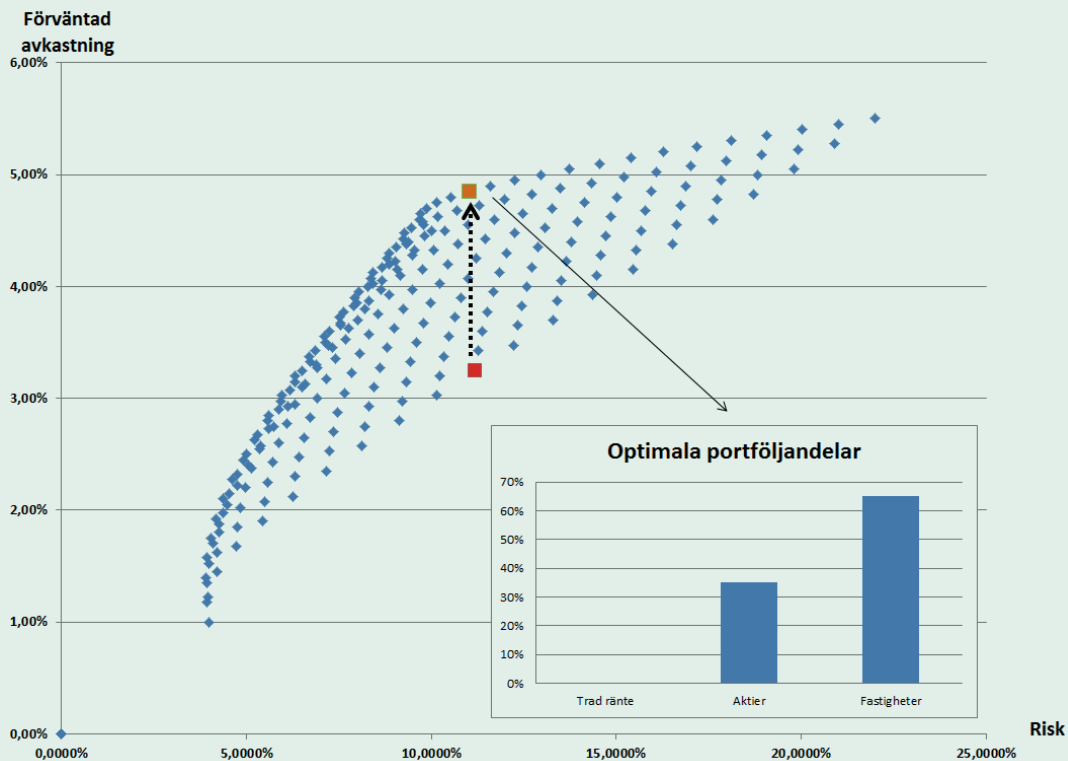
”Gratislunchen skapas genom att inkludera det ”tredje ägget” dvs fastighets- placeringar”

eller totalavkastning. Ränfefallet har även medfört – eftersom realräntor fallit markant – att avkastningskraven sänkts. Det är därför inte heller särskilt förvånande att flöden från traditionella placeringar som aktier och obligationer till alternativa placeringar tilltagit. Ur den synvinkeln är det även naturligt att AP-fonderna fått nya regler som möjliggör en väsentlig ökning av möjligheten att placera i alternativa placeringar, vilket ska läsas som att möjligheterna att skapa en högre avkastning vid en given risknivå ökar. Detta kommer att gagna framtida pensionärer.

Svaret på frågan hur en kapitalägare bör välja tillgångar är dels tillgångar som ger en likviditetspremium dvs högre förväntad avkastning om kapitalägaren är beredd att placera i mindre likvida placeringar, dels tillgångar som ger en god riskspridning via låg samva-

riation med aktier och ränteplaceringar. I nedanstående figur har vi inkluderat fastigheter som vi bedömer ha en förväntad avkastning som är högre än ränteplaceringar men lägre än för aktier.

Gratislunchen skapas genom att inkludera det ”tredje ägget” dvs fastighetsplaceringar. Den tidigare optimala portföljen (med två tillgångar) kan ses i den röda punkten i figur tre. Den nya optimala kombinationen av tillgångar, vid samma risknivå på 12, visas i den orangea punkten där optimeraren vill ha förhållandevis hög andel i fastigheter men väljer att utelämna ränteplaceringar. Vi kan konstatera att den förväntade avkastningen har ökat till närmare 5 procent utan att risken ökar. Vidare kan vi konstatera att med flera tillgångar så ökar antalet möjliga kombinationer av tillgångar, vilket ses i nedanstående figur.



Figur 3: Effektiv front om fastigheter inkluderas

Optimala portföljandelar i figur tre ska betraktas med försiktighet. Det uppstår hörnlösningar om förutsättningarna förändras på marginalen dvs risk, korrelation och förväntad avkastning ger förändringar andelar för respektive tillgångsslag. Känslighetsanalys är därför väsentligt att använda dvs det är viktigt att ta reda på vad som krävs för att den optimala fördelningen mellan tillgångsslag vid varje risknivå ska förändras.

Slutsatsen – oavsett känslighetsanalys – är att fastigheter har en mycket viktig funktion att fylla när en kapitalägare ska överväga vilka tillgångar som det ska investeras i. Det är ingen slump att just fastigheter har viktiga egenskaper som en kapitalägare vill ta del av. Introduceras fler tillgångsslag kan den riskjusterade avkastningen

förbättras ytterligare, men fastigheter har en unik egenskap i form av låg samvariation med andra tillgångar varför just fastigheter betraktas allmänt som den alternativa investering som de flesta kapitalägare vill starta med.

Kammarkollegiet erbjuder fastighetskompetens inom två områden, dels konsultkompetens avseende fastighetsfonder, dels ett fastighetskonsortium.

För de kapitalägare som har en större förmögenhet och som samtidigt kan ha en viss andel i helt illikvida tillgångar är fastighetsfonder ett mycket tilltalande alternativ. Fastighetsfonder kan ses som en alternativ investeringsfond där ett begränsat antal kapitalägare deltar med olika ägarandelar. Normalt är en lägsta insats ca 50 mnkr och ett eget kapital kan motsvara ca 1 mdkr. Vidare har fonden ofta en belåning på

ca 50 procent, vilket betyder att fastigheter för ca 2 mdkr köps. Fonden har sedan en affärsstrategi som riktar sig på en viss fastighetstyp och regional koncentration. Trots att avgifterna är höga har avkastningen varit historiskt mycket god för kapitalägare. Precis som för andra tillgångar blir valet av fondförvaltare viktig liksom valet att välja en rimlig risknivå. Kollegiets fastighetskompetens avseende fastighetsfonder inkluderar urval av fonder samt all juridisk och nödvändig administrativ expertis.

Kollegiets fastighetskonsortium ”Slottet” innehåller fastighetsaktier och fastighetsobligationer. Detta konsortium är mycket likvitt eftersom det kontinuerligt går att köpa och sälja andelar. Vårt erbjudande vänder sig därför till kapitalägare som antingen har behov av likviditet i sina placeringar och/eller kapitalägare med mindre förmögenhet. Detta är en unik produkt som inte går att hitta på marknaden för tillfället. Vår bedömning är att ”Slottet” kommer att ge högre förväntad avkastning än obelånade fysiska fastigheter på lång sikt eftersom de noterade börsbolagen kan slå ut kostnader på ett större bestånd, bedriver fastighetsutveckling som små ägare inte har möjlighet att genomföra samt inte minst har tillgång till finansiering till bättre villkor.

Kammarkollegiet erbjuder således en lösning för såväl stora som små kapitalägare samt för kapitalägare med oli-

ka behov av likviditet. I sammanhanget är det även viktigt att påpeka att kollegiet tillhandahåller en tjänst som rör strategisk allokering där vi hjälper kapitalägare att förbättra kapitalstrukturen. Vår uppgift blir att verka som en diskussionspartner med uppgift att föreslå lösningar där dels förväntad avkastning kan öka, dels direktavkastning kan förbättras men inte minst skapa bättre förutsättningar utifrån varje kunds unika förutsättningar.

Det finns naturligtvis fler alternativa tillgångsslag som är intressanta för kapitalägare även om fastigheter är det naturliga förstavalet. Kollegiet håller av den anledningen på att bygga upp sin konsultkompetens inom Private Equity och Infrastruktur.

Private Equity (PE) är investeringar i noterade bolag, som av naturliga skäl har mycket hög samvariation med aktier. PE ska därför främst ses som ett alternativ till aktier med lite högre risk och därmed högre förväntad avkastning än aktier. En delförklaring till att förväntad avkastning är högre än aktier förklaras av att PE är en illikvid tillgång. Placering sker normalt i fonder – och precis som för fastighetsfonder – är det mycket viktigt att välja förvaltare. Infrastruktur har liksom fastigheter låg korrelation med andra tillgångsslag. Tillgångsslaget finns endast i begränsad utsträckning i Sverige, men det är mycket intressant ur ett diversifieringsperspektiv. Insatsen är normalt hög i dessa fonder.

”Det första en kapitalägare måste göra är att identifiera sina begränsningar och förutsättningar”

